

良品铺子 (603719)

证券研究报告

2020年09月01日

线上业务表现亮眼，线下加强门店数字化运营能力，门店拓张稳步推进

事件：

公司公告 2020 年上半年实现营业收入 36.10 亿元，同比上升 3.02%；归母净利润为 1.61 亿元，同比下降 17.56%，扣非后归母净利润 1.36 亿元，同比下降 12.90%。

其中，第二季度实现营业收入 17.01 亿元，同比增长 1.77%；归母净利润为 0.73 亿元，同比下降 15.19%，扣非后归母净利润 0.63 亿元。公司积极应对疫情调整公司渠道战略，借助线上渠道快速拓展业务，疫情逆势下营收实现正增长。

点评：

1、收入端：公司 2020H1 实现营业收入 36.10 亿元，同比上升 3.02%。其中 2020Q1/Q2 分别实现营业收入 19.09/17.01 亿元，同比变化 +4.16%/+1.77%。

分业态来看，2020 年上半年公司电子商务业务成长迅速，公司借助直播等新营销手段，拓展私域及公域流量。2020H1 公司电商业务实现营收 18.62 亿元，同比增长 18.79%，占比 52.45%。线下部分，公司直营及加盟门店受疫情影响较为严重，尤其直营门店。2020H1 公司直营业务营收为 5.70 亿元，同比下滑 21.30%，占比 16.06%。公司目前拥有线下门店共 2450 家，报告期内加盟门店数持续增长。报告期内，公司总计新开门店 34 家，其中加盟店净增长 50 家，直营店净关闭 16 家。

分区域来看，华中依然为公司主要销售分布区域，华南、华东市场快速增长。2020H1 华中为公司最大销售市场，占比 27.33%。华南、华东市场快速增长，同比往期增速分别为 26.64%/12.28%。华中地区受疫情冲击较大，营收下滑较为严重。报告期内华东市场净开店 52 家，华南市场净开店 18 家，华中市场净关店 56 家。

2、毛利率：2020 年上半年公司毛利率为 30.53%，受疫情影响，毛利率较去年同期下降 1.96%。

3、期间费用：2020 H1 公司期间费用率 24.58%，较 2019 年下降 1.47%，其中，销售费用率 20.53%，管理费用率 3.94%，研发费用率 0.32%，财务费用率-0.21%，同比分别变化 0.42%/ -1.25%/ 0.05%/ -0.06%。

4、净利润：2020 年上半年公司归母净利润 1.61 亿元，同比下降 17.6%，净利率 4.50%，基本与 2019 年净利率持平。

5、现金流：2020 H1 公司经营性净现金流 0.36 亿元，同比下降 82.0%，投资性现金流为-6.61 亿元，同比下降 804.5%。

投资建议及盈利预测：公司是国内高端休闲零食龙头企业，拥有全品类&全渠道的成熟运营能力及体系建设。疫情期间公司线上业务快速成长，线下门店运营提效升级，开店计划稳步推进。我们预测 2020-2021 年营收在 87.00/104.50 亿元，盈利在 4.08/4.95 亿元，维持买入评级。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,377.56	7,714.99	8,699.98	10,450.30	12,453.25
增长率(%)	17.58	20.97	12.77	20.12	19.17
EBITDA(百万元)	417.21	509.99	584.32	691.84	808.47
净利润(百万元)	238.54	340.35	407.97	494.79	583.68
增长率(%)	520.65	42.68	19.87	21.28	17.97
EPS(元/股)	0.59	0.85	1.02	1.23	1.46
市盈率(P/E)	131.11	91.89	76.66	63.21	53.58
市净率(P/B)	29.05	22.09	17.15	13.88	11.45
市销率(P/S)	4.90	4.05	3.59	2.99	2.51
EV/EBITDA	0.00	0.00	48.47	41.76	33.32

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	72.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	41.00
A 股总市值(百万元)	29,136.66
流通 A 股市值(百万元)	2,979.06
每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	46.74
一年内最高/最低(元)	87.24/17.14

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号	
号	:
S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《良品铺子-年报点评报告:坚持高端零食品牌定位，线上线下协同发展》2020-04-30
- 《良品铺子-首次覆盖报告:高端休闲食品龙头，全品类&全渠道均衡发展》2020-02-25

1. 事件

公司公告 2020 年上半年实现营业收入 36.10 亿元，同比上升 3.02%；归母净利润为 1.61 亿元，同比下降 17.56%，扣非后归母净利润 1.36 亿元，同比下降 12.90%。

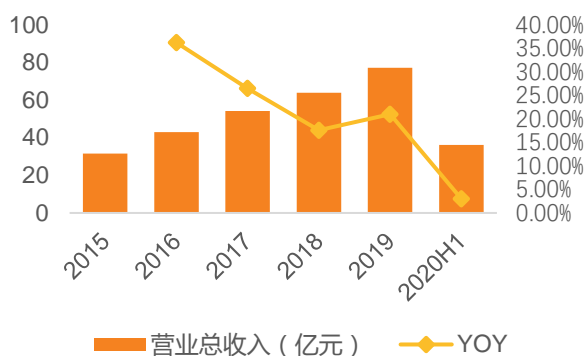
其中，第二季度实现营业收入 17.01 亿元，同比增长 1.77%；归母净利润为 0.73 亿元，同比下降 15.19%，扣非后归母净利润 0.63 亿元。公司积极应对疫情调整公司渠道战略，借助线上渠道快速拓展业务，疫情逆势下营收实现正增长。

2. 点评

2.1. 营业收入：电商业务表现亮眼，拉动营收正增长

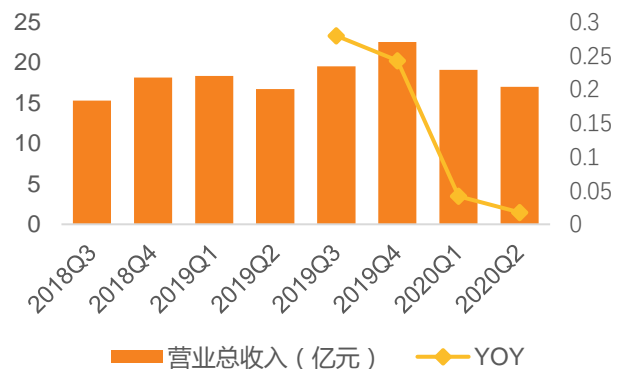
公司 2020H1 实现营业收入 36.10 亿元，同比上升 3.02%。其中 2020Q1/Q2 分别实现营业收入 19.09/17.01 亿元，同比变化+4.16%/+1.77%。在疫情压力下，公司积极通过渠道战略调整提升线上业务占比，2020 年上半年度营收实现正向增长。

图 1：公司 2020H1 营业收入同比上升 3.02%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

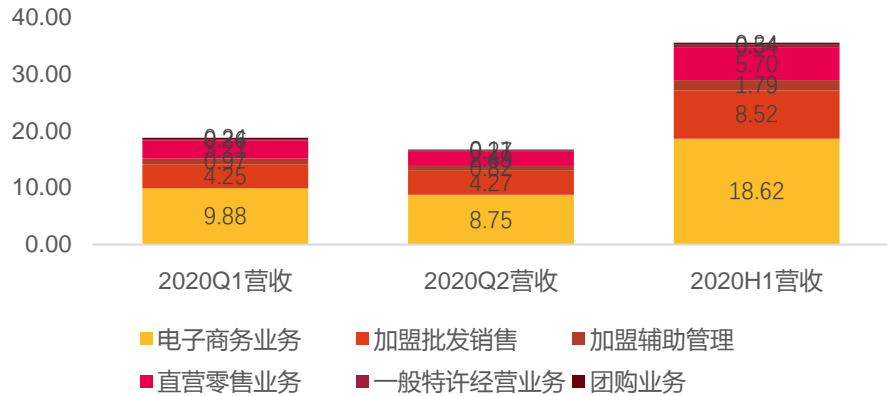
图 2：公司 2020Q2 营收同比增长 1.77%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业态来看，线上部分，疫情期间公司电子商务业务抓住机遇快速发展。2020 年上半年公司电子商务业务成长迅速，公司借助直播等新营销手段，拓展私域及公域流量。2020H1 公司电商业务实现营收 18.62 亿元，同比增长 18.79%，占比 52.45%。报告期内，公司天猫旗舰店直播同比提升 458%，获客近百万，客单价同比提升近 10%。公司还制定了抖音等合作平台信息流广告的内容标准和范式，搭建了《饥饿社畜》、《良妹日记》等社交短视频 IP 矩阵，强化直播通路建设和运营，实现日均自播 8 小时，日均观看量达到 8.61 万人次，精准 ROI 可达 5.30。

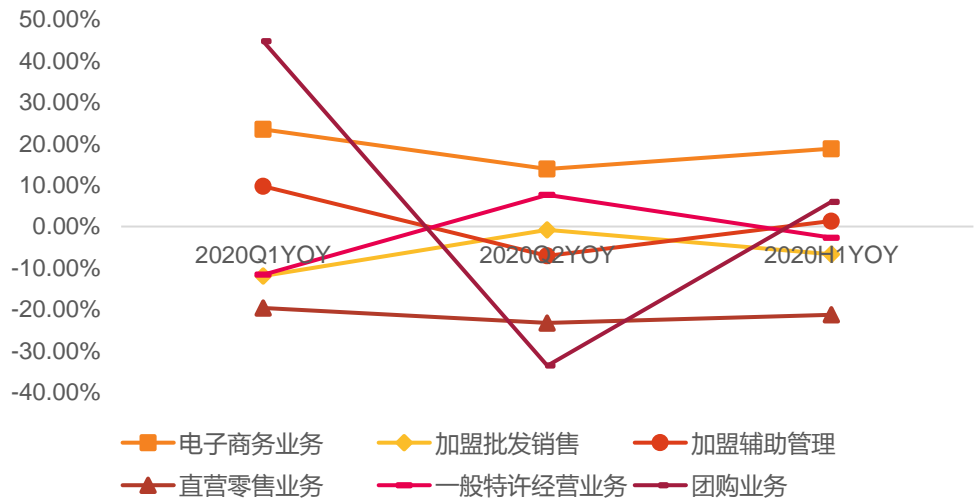
图 3: 公司 2020Q1/Q2/H1 年分业态营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

线下部分, 公司直营及加盟门店受疫情影响较为严重, 尤其直营门店。2020H1 公司直营业务营收为 5.70 亿元, 同比下滑 21.30%, 占比 16.06%。公司加盟批发销售业务实现营收 8.52 亿元, 同比下滑幅度较小, 为 6.70%, 占比 23.99%; 加盟辅助管理业务实现营收 1.79 亿元, 同比增长 1.33%, 占比 5.03%。此外, 疫情限制居民出行使得公司 2020Q1 团购业务快速发展, 同比增长 44.76%, 但是疫情好转后又有所下滑, 2020Q2 同比下降 33.63%。整个 2020H1 实现营收 0.34 亿元, 同比增长 5.96%, 占比 0.97%。

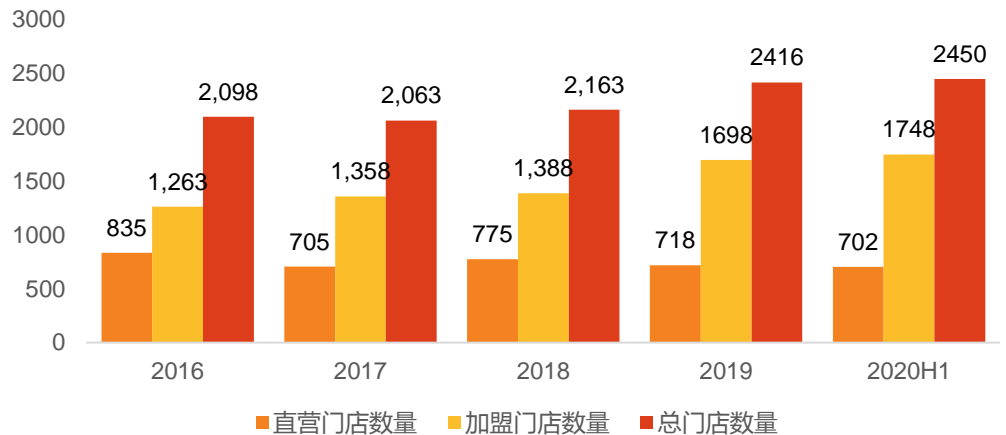
图 4: 公司 2020Q1/Q2/H1 年分业态营收 yoy



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司目前拥有线下门店共 2450 家, 加盟占比较大, 报告期内加盟门店数持续增长。公司门店中直营门店 702 家, 占比 28.65%, 加盟门店 1748 家, 占比 71.35%。报告期内, 公司总计新开门店 34 家, 其中加盟店净增长 50 家, 直营店净关闭 16 家。

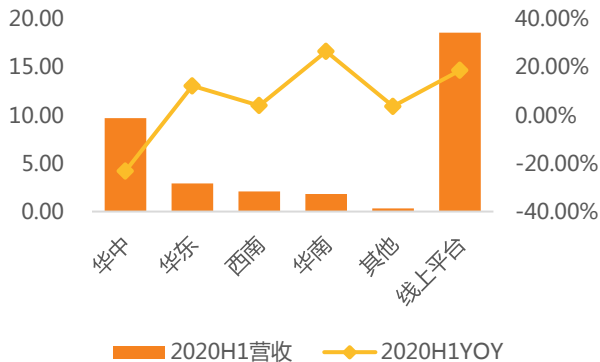
图 5：公司 2020H1 总计新开门店 34 家



资料来源：公司公告，天风证券研究所

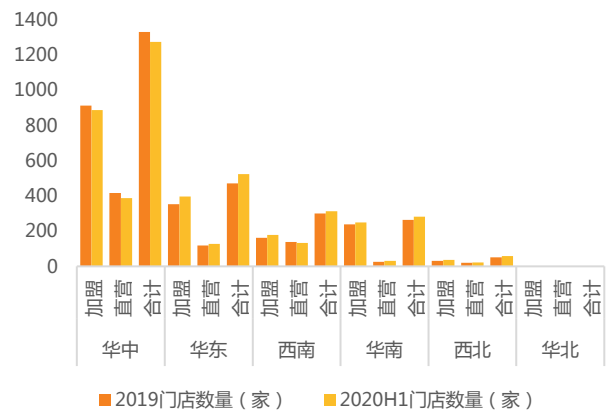
分地区来看，华中依然为公司主要销售分布区域，华南、华东市场快速增长。2020H1 华中为公司最大销售市场，实现营收 9.70 亿元，占比 27.33%。华南、华东市场快速增长，同比往期增速分别为 26.64%/12.28%。受到不同地区疫情恢复情况不同的影响，国内各地区营收增速不同。华中地区受疫情冲击较大，营收下滑较为严重。报告期内华东市场净开店 52 家，华南市场净开店 18 家，华中市场净关店 56 家。

图 6：2020H1 华中为最大销售市场（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：分区域门店数量分布

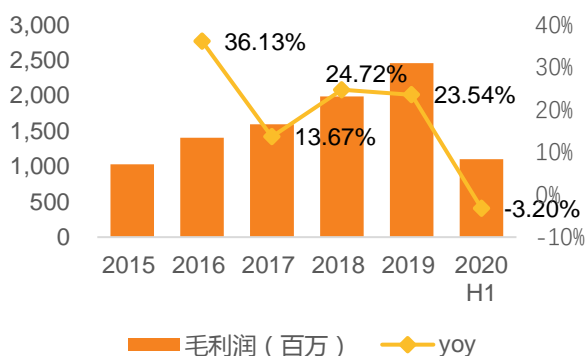


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 毛利率：受疫情影响毛利率有所下降

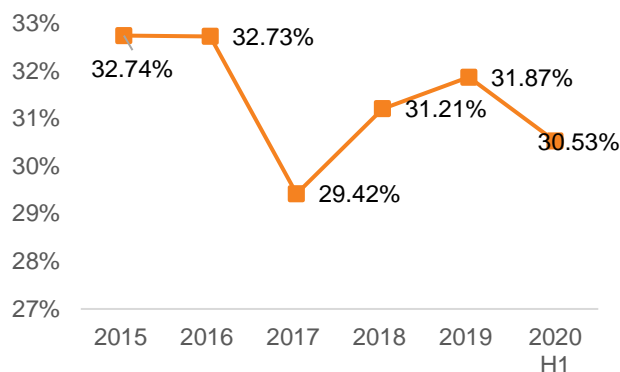
受疫情影响，2020 H1 公司毛利率为 30.53%，较去年同期下降 1.96%。同时，从主营业务的业态上来看，电子商务业务部分毛利率最高，2020H1 为 30.22%，且 2020Q2 电商业务盈利能力不断提升，实现同比增长 3.89pct。此外，直营零售业务毛利率为 48.54%，加盟批发销售毛利率 19.28%，加盟辅助管理毛利率和团购业务毛利率分别为 15.78%和 33.97%。

图 8：2020 H2 毛利增速放缓



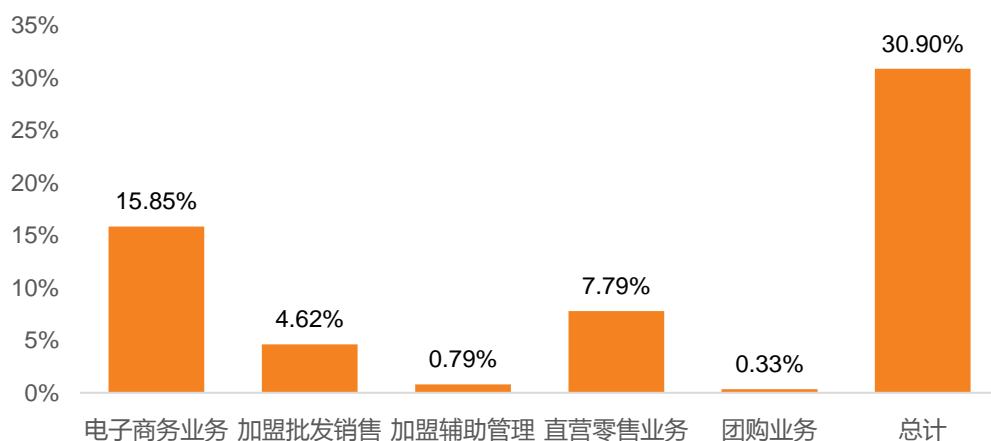
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：2020 H2 综合毛利率有所下降



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：主营业务毛利率构成（分业态）

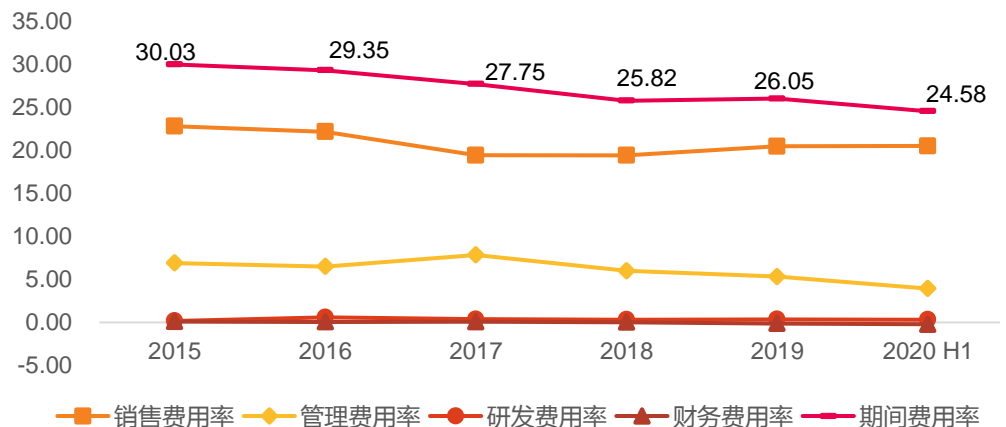


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 期间费用率：H1 期间费用率有所下降

2020 H1 公司期间费用率 24.58%，较 2019 年下降 1.47%，下降的主要原因是管理费用的有效降低。期间费用率中，销售费用率 20.53%，管理费用率 3.94%，研发费用率 0.32%，财务费用率-0.21%，同比分别变化 0.42%/-1.25%/0.05%/-0.06%。

图 11: 期间费用率 (%) 有所下降

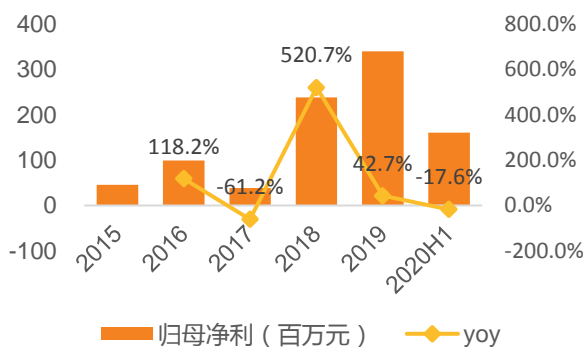


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

2.3. 净利润: 净利润小幅下滑, 净利率保持稳定

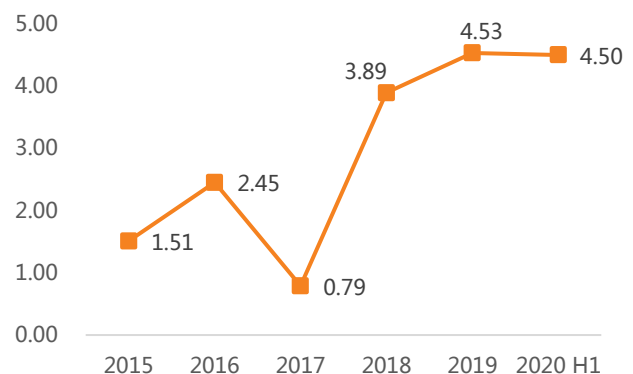
2020 年上半年公司归母净利润 1.61 亿元, 同比下降 17.6%, 净利率 4.50%, 基本与 2019 年净利率持平。2020Q1/Q2 归母净利润分别为 0.88/0.73 亿元, 同比下降 20.00%/15.12%, 下降幅度收窄。净利润下降的主要原因是疫情冲击使营业收入大幅度下降, 但净利率依然保持在 4.5%, 体现公司抗风险能力和经营能力。

图 12: 2020 H1 归母净利润 1.61 亿元, 同比下降 17.6%



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 13: 2020 H1 净利率 (%) 保持稳定

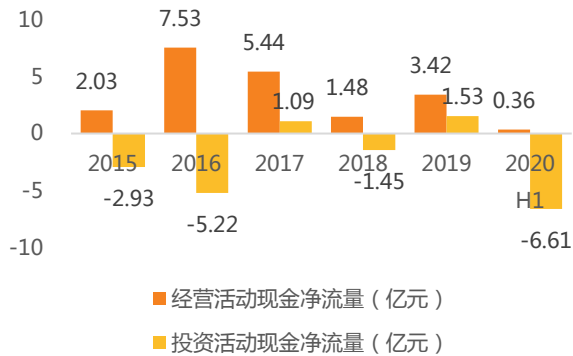


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

2.4. 现金流: 经营性/投资性现金流大幅下降, 货币资金充足

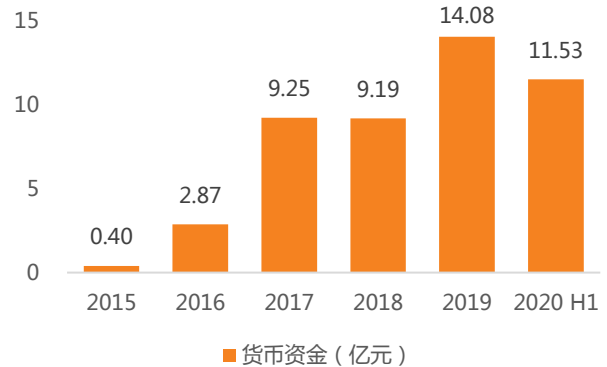
2020 H1 公司经营性净现金流 0.36 亿元, 同比下降 81.9%, 投资性现金流为 -6.61 亿元, 同比下降 803.2%。其中, 经营性净现金流下降的主要原因是新冠肺炎疫情期间, 公司为支持供应商的发展, 扩大了现款结算供应商贷款的比例; 投资性现金流的大幅度流出则主要是因为本期银行理财投资增加。截至上半年底公司持有货币资金 11.53 亿元, 较去年同期略微下降 4.71%, 但整体货币资金充裕, 体现公司强大的现金流实力。

图 14: 2020 H1 经营性/投资性现金流大幅下降



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 15: 2020 H1 货币资金充裕



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 投资建议及盈利预测

公司是国内高端休闲零食龙头企业，拥有全品类&全渠道的成熟运营能力及体系建设。疫情期间公司线上业务快速成长，线下门店运营提效升级，开店计划稳步推进。

针对线上渠道，公司抓住疫情期间消费方式向线上转化的机遇，通过私域及公域流量双管齐下，通过直播、短视频的新型营销方式促进公司线上业务，成功实现疫情期间的逆势增长。

针对线下渠道，公司发力“门店+数字化”，依托中后台数据系统实现消费者线上下单、门店配送、消费者在家及时收货的消费流程，增强用户粘性，捕捉消费数据，为门店赋能提效。公司围绕门店开展外卖运营、店圈社区团购、在线直播、会员在线服务四个新业务，探索顾客店外线上运营模式。在疫情期间上线支撑社区团购业务的社群运营系统“良品优选”，上线十天发展了 3 万多团长，成交过万单。

基于以上，我们预测 2020-2021 年营收在 87.00/104.50 亿元，盈利在 4.08/4.95 亿元，**维持买入评级。**

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,037.11	1,523.68	2,951.57	2,417.28	4,390.57	营业收入	6,377.56	7,714.99	8,699.98	10,450.30	12,453.25
应收票据及应收账款	86.37	258.52	49.35	331.74	152.11	营业成本	4,387.32	5,256.34	5,959.48	7,137.56	8,468.21
预付账款	181.31	127.23	248.36	209.50	315.17	营业税金及附加	33.16	42.37	46.90	56.02	67.43
存货	711.58	970.82	882.18	1,325.72	1,328.61	营业费用	1,240.46	1,581.25	1,827.00	2,220.69	2,689.90
其他	361.21	134.65	373.79	292.86	330.55	管理费用	383.60	410.89	304.50	360.54	428.39
流动资产合计	2,377.58	3,014.90	4,505.26	4,577.10	6,517.02	研发费用	20.81	27.36	32.60	41.24	51.64
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2.17	(10.33)	(36.96)	(44.34)	(56.23)
固定资产	320.66	521.51	531.69	560.41	587.24	资产减值损失	4.42	(0.46)	2.49	2.15	1.39
在建工程	209.05	8.98	41.39	72.83	73.70	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	175.14	163.50	143.94	124.37	104.80	投资净收益	32.13	20.33	20.33	20.33	20.33
其他	100.34	122.80	73.30	56.58	59.25	其他	(72.90)	(84.17)	(40.65)	(40.65)	(40.65)
非流动资产合计	805.19	816.79	790.31	814.19	824.99	营业利润	346.39	471.40	584.31	696.78	822.84
资产总计	3,182.76	3,831.69	5,295.58	5,391.28	7,342.00	营业外收入	1.55	3.68	3.68	3.68	3.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.40	1.71	1.71	1.71	1.71
应付票据及应付账款	1,390.14	1,490.73	2,357.06	2,031.67	3,073.56	利润总额	346.54	473.37	586.28	698.75	824.81
其他	666.08	867.82	1,036.77	1,007.17	1,412.40	所得税	98.56	124.24	153.88	183.40	216.48
流动负债合计	2,056.22	2,358.54	3,393.83	3,038.84	4,485.96	净利润	247.98	349.13	432.40	515.35	608.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	9.44	8.77	24.43	20.56	24.64
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	238.54	340.35	407.97	494.79	583.68
其他	7.82	8.00	5.27	7.03	6.77	每股收益(元)	0.59	0.85	1.02	1.23	1.46
非流动负债合计	7.82	8.00	5.27	7.03	6.77						
负债合计	2,064.04	2,366.54	3,399.10	3,045.87	4,492.73	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	42.06	49.56	72.77	92.99	117.08	成长能力					
股本	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00	营业收入	17.58%	20.97%	12.77%	20.12%	19.17%
资本公积	418.18	418.18	418.18	418.18	418.18	营业利润	197.93%	36.09%	23.95%	19.25%	18.09%
留存收益	716.60	1,055.59	1,422.71	1,851.43	2,331.20	归属于母公司净利润	520.65%	42.68%	19.87%	21.28%	17.97%
其他	(418.12)	(418.18)	(418.18)	(418.18)	(418.18)	获利能力					
股东权益合计	1,118.72	1,465.15	1,896.48	2,345.41	2,849.28	毛利率	31.21%	31.87%	31.50%	31.70%	32.00%
负债和股东权益总计	3,182.76	3,831.69	5,295.58	5,391.28	7,342.00	净利率	3.74%	4.41%	4.69%	4.73%	4.69%
						ROE	22.16%	24.04%	22.37%	21.97%	21.36%
						ROIC	-85.93%	-1816.00%	-222.64%	-42.64%	-440.20%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	64.85%	61.76%	64.19%	56.50%	61.19%
净利润	247.98	349.13	407.97	494.79	583.68	净负债率	-92.70%	-103.99%	-155.63%	-103.06%	-154.09%
折旧摊销	89.58	104.85	36.98	39.41	41.86	流动比率	1.16	1.28	1.33	1.51	1.45
财务费用	0.00	0.00	(36.96)	(44.34)	(56.23)	速动比率	0.81	0.87	1.07	1.07	1.16
投资损失	(32.13)	(20.33)	(20.33)	(20.33)	(20.33)	营运能力					
营运资金变动	(76.08)	159.22	1,019.59	(942.64)	1,477.57	应收账款周转率	68.24	44.74	56.52	54.84	51.48
其它	(81.17)	(250.68)	24.43	20.56	24.64	存货周转率	9.79	9.17	9.39	9.47	9.38
经营活动现金流	148.17	342.19	1,431.68	(452.55)	2,051.21	总资产周转率	2.08	2.20	1.91	1.96	1.96
资本支出	223.47	54.04	62.73	78.24	50.26	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.59	0.85	1.02	1.23	1.46
其他	(368.96)	98.88	(102.40)	(137.92)	(79.94)	每股经营现金流	0.37	0.85	3.57	-1.13	5.12
投资活动现金流	(145.49)	152.92	(39.67)	(59.67)	(29.67)	每股净资产	2.68	3.53	4.55	5.62	6.81
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	(2.11)	10.27	77.96	44.34	56.23	市盈率	131.11	91.89	76.66	63.21	53.58
其他	(5.75)	(16.98)	(42.08)	(66.41)	(104.46)	市净率	29.05	22.09	17.15	13.88	11.45
筹资活动现金流	(7.86)	(6.72)	35.89	(22.07)	(48.24)	EV/EBITDA	0.00	0.00	48.47	41.76	33.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	51.74	44.29	35.14
现金净增加额	(5.18)	488.39	1,427.89	(534.29)	1,973.30						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com